



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs Juin 2013



Joost van Leenders, CFA

Spécialiste en stratégie d'investissement,
allocation & stratégie

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CLIMAT D'INVESTISSEMENT EN BREF

- Le rebond des actions en perte de vitesse
- Les marchés obligataires en mouvement après les déclarations des banques centrales
- Surpondération des actions européennes par rapport aux obligations d'entreprises

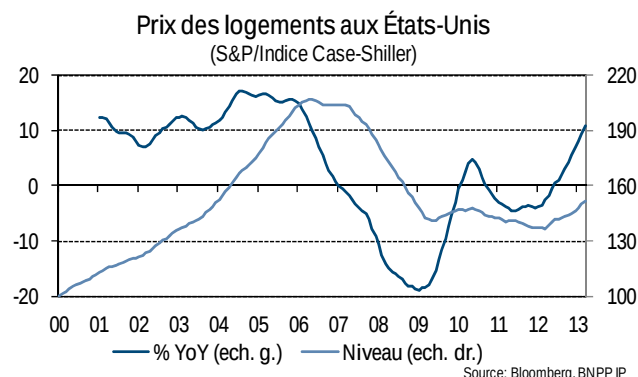
ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	May-13	Jun-13	
Equities	●	●	■
Emerging markets	●	●	■
Real Estate	●	●	■
Fixed Income/ duration*	●	●	■
Global Convertible Bonds	●	●	■
Commodities	●	●	■

REVUE DU MARCHÉ

Économie

Le marché du logement reste le coin de ciel bleu de l'économie américaine. Les prix des habitations ont augmenté de 10,9% en glissement annuel (YoY) en mars, au rythme le plus élevé depuis mai 2006.¹



Le niveau des prix des maisons et leur accessibilité montrent qu'une bulle immobilière n'est pas pour demain. La confiance des consommateurs s'est considérablement améliorée mais les dépenses de consommation ont ralenti par rapport au

¹ Sources pour toutes les données : Bloomberg, Datastream, US Congressional Budget Office et BNPP IP.



rythme soutenu constaté plus tôt dans l'année. Le marché de l'emploi se maintient dans une zone intermédiaire, entre une forte amélioration qui pourrait pousser la Fed à ralentir ses achats d'actifs et un affaiblissement qui entraînerait de nouvelles mesures pour favoriser la croissance. Dans la zone euro, les indicateurs avancés indiquent que l'économie a touché un plancher. Cependant, la hausse du taux de chômage, le recul du crédit bancaire et l'austérité budgétaire ne présagent pas selon nous d'une solide reprise. La politique monétaire expansionniste menée par le Japon et la faiblesse du yen ont provoqué des réactions au niveau de la politique d'autres pays : les banques centrales australienne et sud-coréenne ont notamment justifié des baisses de taux par la vigueur de leur devise. La diminution de l'inflation, qui s'étend maintenant à la quasi-totalité du monde, et la croissance modeste dans plusieurs marchés émergents, comme le montrent les récents indices PMI, ont également permis aux banques centrales d'abaisser leurs taux.

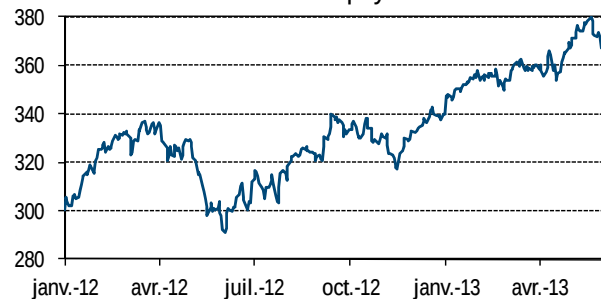
Marchés d'actions

Les actions internationales ont reculé de 0,6 % en dollars américains. Si le repli des actions émergentes est devenu habituel ces derniers temps, celui des actions développées constitue la première baisse en sept mois. Les choses sont différentes en euros puisque ce dernier a perdu du terrain face au dollar. Les actions mondiales ont gagné 0,7% en euros. Les actions développées ont surperformé (1,0%) celles des pays émergents (-1,7 %). D'un point de vue régional, les actions américaines (3,0 %) ont surperformé les actions européennes (0,7 %) et japonaises (-4,5 %). L'incertitude qui entoure la politique monétaire a enrayé le récent rebond des actions. En l'absence d'informations sensationnelles concernant les bénéfices des entreprises et compte tenu de statistiques économiques ni bonnes ni mauvaises, les marchés sont restés indécis.

Marchés obligataires

Les taux des obligations d'État américaines ont augmenté de 49pb pour s'établir à 2,16 %. Il s'agit de la meilleure progression mensuelle depuis décembre 2012 et de la première fois que les taux dépassent 2 % en fin de mois depuis mars 2012. Les taux ont aussi grimpé en

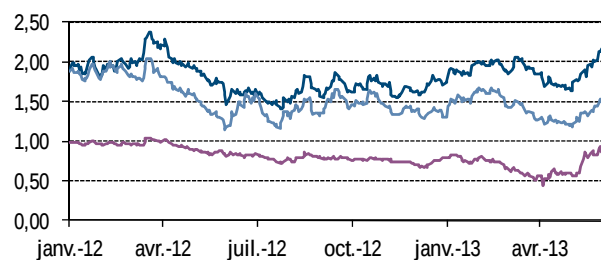
Indice MSCI tous pays confondus



Source: Bloomberg, BNPP IP

Allemagne mais dans une moindre mesure, s'adjugeant 29pb pour s'établir à 1,49 %. Même au Japon les taux ont augmenté de 25pb pour s'établir à 0,85 %. La hausse des taux américains est imputable aux spéculations du marché sur un éventuel ralentissement des achats d'actifs par la Fed dans les prochains mois. Certes, son président, Ben Bernanke, a mis en garde contre un resserrement prématuré, mais il n'en a pas moins admis que la banque centrale pourrait décider de ralentir ses achats d'actifs lors des prochaines réunions du comité de politique monétaire. L'assouplissement quantitatif mis en place au Japon vise notamment à faire baisser les taux obligataires mais le gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), Haruhiko Kuroda, semble disposé à tolérer des taux plus élevés. Les spreads des obligations périphériques de la zone euro et des obligations d'entreprises n'ont pas beaucoup progressé, dans le sillage de ceux des obligations d'État.

Taux de l'obligation d'État à 10 ans



— États-Unis — Allemagne — Japon

Source: Datastream, BNPP IP

CLIMAT D'INVESTISSEMENT

Les incertitudes croissantes des investisseurs sur l'évolution de la politique monétaire ont rendu les marchés nerveux. Les taux des obligations d'État des principales régions ont augmenté, parfois brutalement, pénalisant les actions. Nous avons clôturé notre sous-pondération des actions début mai

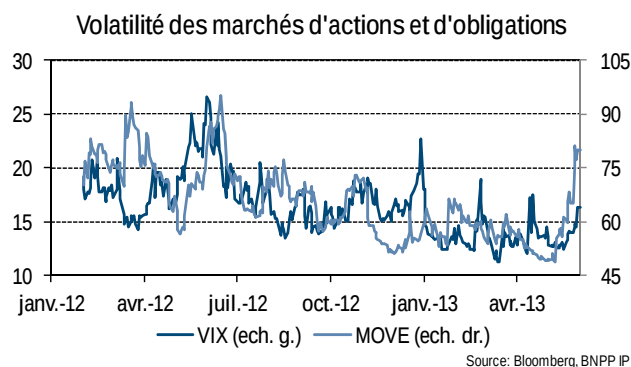
Réservé aux professionnels de l'investissement



pour éviter de nouvelles pertes. Nous n'avons apporté aucun autre changement au portefeuille modèle.

Les commentaires de Bernanke font grimper les taux obligataires

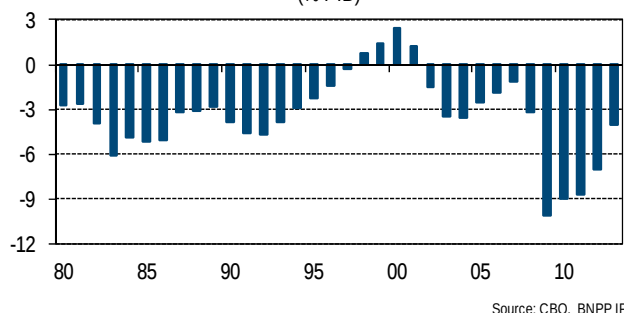
L'indice MOVE, qui mesure la volatilité du marché des obligations d'État américaines, s'est envolé au mois de mai.



Il a gravité autour de 50 pendant plusieurs semaines et dépassé 80 en fin de mois sur fond d'incertitudes concernant la politique monétaire américaine. Les discussions sur un ralentissement des achats d'actifs favorables à la croissance par la Fed ont refait surface après la cacophonie des banques centrales et les propos contradictoires de Bernanke. Il a mis en garde contre l'impact d'un ralentissement prématuré des achats d'actifs mais a déclaré ensuite que si l'emploi s'améliorait, la Fed pourrait diminuer le rythme de l'assouplissement quantitatif (QE) lors des prochaines réunions du comité de politique monétaire.

Ces six derniers mois, l'emploi a augmenté de plus de 200 000 postes en moyenne. Ces six derniers mois, l'emploi a augmenté de plus de 200 000 postes en moyenne. De plus, l'inflation a fortement diminué. Nous n'identifions pas de risque significatif de déflation aux États-Unis mais une inflation plus faible implique une hausse des taux obligataires réels, ce qui pourrait pousser la Fed à différer le ralentissement du QE. À l'inverse, la réduction du déficit budgétaire favorise ce ralentissement.

Balance du budget fédéral américain
(% PIB)



Puisque la Fed achète tous les mois un montant fixe d'actifs (obligations), la proportion d'obligations d'État nouvellement émises qui se retrouvent dans son bilan ne cesse d'augmenter. Selon de nouvelles prévisions, la Fed devrait acheter l'équivalent de 84 % de nouvelles émissions nettes d'obligations d'État, contre 64 % dans les projections précédentes. Nous tablons toujours sur une croissance économique lente en raison de la politique budgétaire restrictive. La Fed pourrait donc maintenir le rythme actuel des achats d'actifs liés au QE jusqu'à la fin de l'année. Les marchés obligataires en doutent, comme en témoigne la hausse des taux à plus de 2 %.

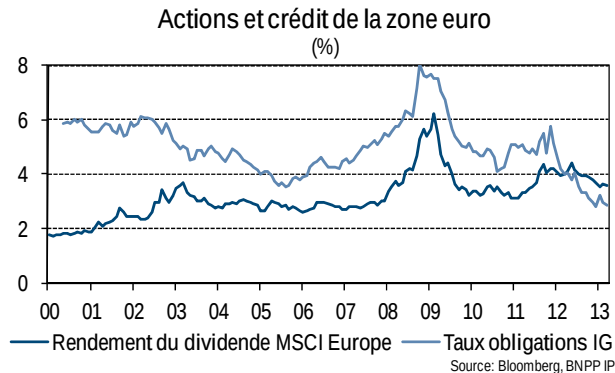
L'expérience monétaire au Japon

Au Japon, l'annonce d'un assouplissement quantitatif de grande ampleur et plusieurs mesures de relance budgétaire ont dopé la confiance des producteurs et des consommateurs et les dépenses de consommation. Un yen faible stimule les exportations et la production industrielle. La BoJ cherche à abaisser les taux obligataires et à générer de l'inflation. Toutefois, son gouverneur, Kuroda, a envoyé des signaux contradictoires, ouvrant la porte à une hausse des taux. Les taux à dix ans ont reculé pour atteindre un plancher intrajournalier de 0,3 % mais ont rebondi à 0,85 % en fin de mois. Il s'agit de grands mouvements pour le marché des obligations d'État japonaises. Nous ignorons si le projet de la BoJ sera une réussite. L'énorme déficit public et les dettes colossales constituent selon nous un grand risque, surtout combinés à l'augmentation des taux. Les actions japonaises ont perdu 15 % depuis le sommet du 22 mai, mais cette baisse s'inscrit après la flambée de 80 % opérée depuis mi-novembre. Pour l'instant, l'économie japonaise devrait continuer à bien se porter.



La hausse des taux pèse sur le rebond des actions

Nous surpondérons désormais les actions européennes par rapport au crédit européen. Leurs valorisations nous semblent plus intéressantes et nous pensons que beaucoup d'investisseurs surpondèrent déjà le crédit.



Nous surpondérons donc (techniquement) les actions mais cela ne change pas notre position neutre sur les actions internationales. La hausse des taux aux États-Unis, au Japon et en Allemagne a pénalisé le rebond des actions. Nous pensons que la politique monétaire reste favorable aux actions car la Fed ne devrait pas ralentir ses achats d'actifs prochainement et même si cela arrivait, elle procéderait prudemment. Les perspectives économiques et de résultats ne sont pas particulièrement favorables pour les actions, ce qui devrait contrebalancer le soutien monétaire. Nous sous-pondérons les obligations indexées sur l'inflation de la zone euro car nous décelons un plus grand risque de déflation que d'inflation dans la région. Nous surpondérons la dette émergente libellée en devise forte en raison de l'amélioration de la qualité du crédit. Nous sous-pondérons l'euro par rapport à un panier de devises car la BCE devrait à nouveau abaisser ses taux, tandis que d'autres banques centrales pourraient bientôt réduire leurs mesures de relance monétaire.



Allocation d'actifs²

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	May-13	Jun-13	
Equities	●	●	—
Emerging markets	●	●	—
Real Estate	●	●	—
Fixed Income/ duration*	●	●	—
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—

Equities	Active weights		Δ active weight
	May-13	Jun-13	
European large caps	●	●	—
European small caps	●	●	—
US large caps	●	●	—
US small caps	●	●	—
Japan	●	●	—
Emerging markets	●	●	—

Real estate	Active weights		Δ active weight
	May-13	Jun-13	
European Real Estate	●	●	—
US Real Estate	●	●	—
Asian Real Estate	●	●	—

KEY		
Overweight: ●	Neutral: ●	Underweight: ●
Increase: ↑	No change: —	Decrease: ↓

Fixed income	Active weights		Δ active weight
	May-13	Jun-13	
Euro Govies	●	●	↑
Euro Govies AAA	●	●	—
Euro Short Dated	●	●	—
Corporate bonds (EUR)	●	●	↓
Collateralised bonds (EUR)	●	●	↓
Euro Inflation Linked	●	●	—
High Yield (EUR)	●	●	—
High Yield (USD)	●	●	—
Emerging Bonds USD	●	●	—
Emerging Bonds Local Ccy	●	●	—

Foreign exchange	Active weights		Δ active weight
	May-13	Jun-13	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	—
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EM FX	●	●	—

Perspectives en bref

- Aucune classe d'actifs n'offre un potentiel de valeur réellement intéressant : les valorisations sont dans l'ensemble normales voire légèrement onéreuses. Les actions européennes continentales sont le seul investissement 'valeur' qui nous semble valoir la peine. Le rebond des actions nous a surpris. Il semble être alimenté davantage par la relance monétaire mondiale qui comprime les primes de risque que par une reprise de la croissance qui tirerait les résultats. Les valorisations deviennent ainsi onéreuses (surtout aux États-Unis). Cependant, la liquidité mondiale étant toujours en hausse, la faiblesse des fondamentaux pourrait être ignorée encore quelques temps.
- L'Europe est prise au piège d'une dette colossale, d'une démographie poussive et d'un processus de désendettement. À la lumière de ce constat, nous pensons être dans un environnement de performance faible qui se prête à la quête de rendement, à l'anticipation de fourchettes de cotation étroites et à la recherche d'opportunités de réduction des risques baissiers. Les symptômes chroniques (croissance nulle et endettement élevé) n'ont pas disparu. La politique monétaire peut faire gagner du temps mais la croissance atone continue de former une entrave au consensus politique et à la légitimité démocratique. Nous pensons que la crise de l'UE pourrait ressurgir mais il est difficile de prévoir quand cela se produira.

² Ces tableaux reflètent les positions nettes par rapport à l'indice de référence au sein du portefeuille modèle stratégique de MAS. Le positionnement sur une classe d'actifs en particulier ne devrait pas être considéré isolément mais dans le contexte de l'ensemble du portefeuille.

* Le risque de duration est géré indépendamment de l'allocation sous-jacente aux produits de taux au moyen de contrats à terme sur les obligations d'État.



- Le cycle économique mondial est faible et la reprise continuera à décevoir selon nous. Les marchés, qui s'attendaient à un rebond rapide en Chine et dans les pays émergents, rejoignent maintenant nos prévisions d'une reprise plus modérée. Les répercussions sur les actifs des marchés émergents et les matières premières sont en cours d'intégration par le marché. Nous voyons le début d'un ajustement à la baisse des prévisions de croissance pour les États-Unis. Le marché fait preuve d'un optimisme excessif selon nous. L'ampleur des restrictions budgétaires et de la complaisance nous laisse penser que les marchés peinent à digérer la peur d'une croissance américaine décevante.

Actions
Surpondération

Changement. Nous avons adopté une position longue sur les actions européennes face au crédit européen : leurs valorisations sont plus intéressantes et moins d'investisseurs sont exposés aux actions qu'au crédit, ce qui limite son potentiel haussier. Nous avons fait en sorte que l'exposition positive au risque venant de la surpondération des actions neutralise l'exposition négative au risque issue de la sous-pondération du crédit. Dans l'ensemble, notre avis sur les actions est partagé : nous y voyons des risques, comme le ralentissement de la croissance en zone euro mais aussi dans les marchés émergents et aux États-Unis, ce qui pourrait pénaliser les résultats des entreprises. Les banques centrales devraient cependant annoncer assez de mesures de relance pour prévenir une chute des actions. Cependant, les banques centrales devraient annoncer assez de mesures de relance pour éviter une chute des actions. Les actions japonaises ont chuté après une forte ascension. Les mesures monétaires et budgétaires récentes au Japon comportent des risques, mais il est improbable que la banque centrale et le gouvernement laissent l'économie ou les marchés s'engager sur une mauvaise voie si tôt après le lancement de la politique « Abenomics ».

Petites capitalisations :
Neutralité

Statu quo. Les petites capitalisations américaines et européennes ont suivi une tendance à la hausse par rapport aux grandes capitalisations. Les valorisations relatives nous paraissent déjà défavorables aux petites capitalisations et nous conservons cette opinion. En Europe, le potentiel de bénéfices par rapport aux grandes capitalisations nous paraît également négatif, les petites capitalisations étant plus exposées au cycle économique intérieur morose. Parmi les facteurs favorables, citons l'abondance de liquidités et les mesures de relance monétaire. Dans l'ensemble, les facteurs positifs et négatifs s'équilibrent.

Obligations d'État :
Duration neutre

Statu quo. Les déclarations récentes des banques centrales américaine et japonaise ont fait grimper la volatilité du marché et les taux américains, japonais et allemands. Point positif : les spreads des obligations « périphériques » de la zone euro ne se sont pas élargis, les taux étant restés relativement bas. Selon nous, une croissance et une inflation faibles soutiendront les obligations d'État. Nous estimons que la politique monétaire est plus neutre pour les obligations car la BCE pourrait encore abaisser ses taux, mais cette possibilité est largement intégrée. Les taux allemands s'approchant de leur juste valeur, nous avons conservé notre position neutre sur la duration.

Obligations d'entreprises « investment grade » :
Sous-pondération

Changement. S'agissant de notre nouvelle position sur les actions face au crédit, nous sommes vendeurs sur les obligations européennes investment grade. Selon nous, les taux sont tellement bas que la valorisation est devenue un facteur négatif. Selon nous, les taux sont tellement bas que la valorisation est devenue un facteur négatif. Le crédit devrait être soutenu par la demande pour des actifs relativement sûrs d'échéance longue. Nous n'avons donc pas adopté de position franchement courte, préférant une transaction relative.

Obligations à haut rendement
Neutralité

Statu quo. Les primes de risque des obligations d'entreprises à haut rendement ont peu évolué car leurs rendements ont augmenté conformément à ceux des obligations d'État. La faiblesse des taux de défaut et le déclassement d'émetteurs investment grade qui



sont entrés dans la sphère du haut rendement ont soutenu la classe d'actifs. Le coupon peut sembler intéressant face aux obligations investment grade et aux emprunts d'État. Pourtant, les risques pour la croissance, surtout en Europe mais aussi aux États-Unis, et les importantes entrées de capitaux récentes nous ont convaincus de conserver une position neutre.

Obligations émergentes :
Surpondération

Statu quo. Bien que les plus grandes plus-values aient déjà été réalisées selon nous, la dette émergente reste intéressante selon nous, surtout pour son rendement du coupon et des facteurs positifs tels que l'amélioration des notes de solvabilité, du potentiel de croissance et des comptes courants. L'exposition non couverte au dollar américain crée une position courte sur l'euro traduisant nos inquiétudes sur les perspectives de cette région.

Obligations convertibles :
Neutralité

Statu quo. Une exposition limitée est bénéfique à la diversification, mais nous ne voyons actuellement aucune raison de s'écarter de l'indice de référence. Compte tenu de la faible liquidité de cette classe d'actifs, nous privilégions les positions actives dans les actions ou les obligations d'entreprises.

Immobilier :
Neutralité

Statu quo. L'immobilier est peut-être attractif par ses rendements, particulièrement aux États-Unis, mais les autres multiples de valorisation sont négatifs. En Europe, nous pensons que les taux d'occupation élevés sont défavorables. En Asie et en Europe, le cycle économique ne semble pas favorable non plus. Nous sommes neutres dans les trois régions.

Matières premières :
Neutralité

Statu quo. Selon nous, les matières premières sont plus vulnérables à la croissance faible et leur coût de détention est plus élevé que les actions, lesquelles offrent un rendement du dividende positif. En outre, leurs prix sont sous pression en raison d'une offre plus abondante. Toutefois, nous n'avons pas réinstauré de sous-pondération sur cette classe d'actifs.



Mention légale

www.bnpparibas-ip.com

Le présent document a été rédigé et est publié par BNP Paribas Asset Management S.A.S (BNPP AM)*, un membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit
2. ni un conseil d'investissement

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. BNPP AM n'est nullement obligé de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les Instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les Instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des Instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux Instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les Instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions simplifiées, au capital de 64 931 168 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.

** « BNP Paribas Investment Partners » est la marque globale des services de gestion d'actifs du groupe BNP Paribas. Les entités de gestion d'actifs faisant partie de BNP Paribas Investment Partners et éventuellement citées dans le présent document le sont uniquement à titre d'information et n'exercent pas nécessairement d'activités dans votre pays. Pour tout complément d'information, veuillez contacter votre Partenaire local agréé.